

增持 维持

新湖中宝 (600208)

2015年1月23日

大智慧方案落地，开启新湖互联网金控时代

2015年1月23日收盘价：8.37元
6个月目标价：9.77元房地产行业首席分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850511010019
xiexy@htsec.com
021-23219436

事件：

2015年1月23日，公司公告称公司及参股48%的新湖控股拟与大智慧及其全资子公司上海大智慧财汇数据科技有限公司签署《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》。具体情况如下：大智慧、财汇科技拟通过向湘财证券股东非公开发行大智慧股份及支付现金的方式购买湘财证券100%的股份，并募集配套资金27亿元。公司直接持有湘财证券1.1亿股，占3.44%。公司参股48%的新湖控股直接持有湘财证券22.75亿股，占71.15%。财汇科技拟以2.98亿元购买新湖控股持有的湘财证券1.12亿股，占3.5%，大智慧拟向新湖控股发行9.50亿股股份购买其持有的湘财证券21.63亿股，占67.65%，大智慧拟向公司发行4833.88万股股份购买公司持有的湘财证券股份1.1亿股，占3.44%。同样，湘财证券其他股东所持该公司的其余股份由大智慧以新增发行股份作为对价进行购买。与此同时，大智慧将通过定增4.95亿股募集不超过27亿元的配套资金用于向湘财证券增加资本金。

投资建议：

尽管参加大智慧重组后公司失去对湘财证券控股权，但公司却成为整合后互联网金融重要标的**大智慧第二大股东**。根据中联资产评估集团有限公司出具的中联评报字[2014]第 1133 号《评估报告》，湘财证券 100%股份的评估价值为 85 亿元，对应的股价是 2.66 元/股，对应的 2014 年 PE 估值是 21.44 倍（假设 2014 年全年业绩是上半年的两倍）。

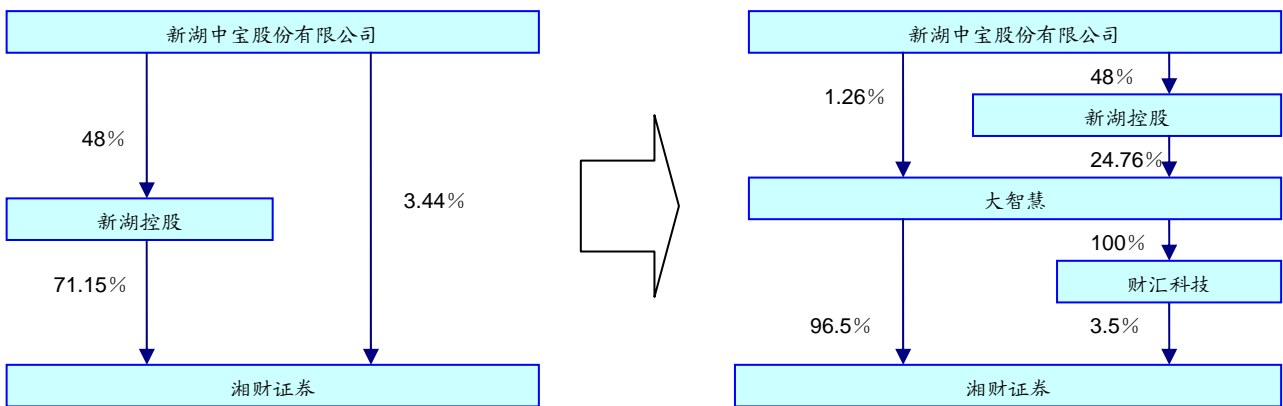
大智慧金融股权对应新湖股价增值是 0.47 元/股。根据 A 股主要互联网金融上市公司同花顺和东方财富估值情况，测算大智慧估值。截至 1 月 23 日，目前 A 股上市互联网金融公司 2014 年动态 PE 估值是 242.08 倍。按照 2014 年 EPS 测算的大智慧合理估值是 533.08 亿元。根据公司直接和间接持有大智慧 13.14%股份测算，则公司占有大智慧 13.14%股份对应价值 70.05 亿元。公司参与大智慧重组前直接和间接持有湘财证券 37.59%股份，这部分价值对应 31.95 亿元，则扣除湘财证券后公司占有大智慧 13.14%股份对应价值增值是 38.10 亿元，即对应的股价增值是 0.47 元/股。

未来有望通过互联网金融进一步整合公司旗下金融资产。我们认为，本次交易系公司在互联网金融领域的重大战略布局。通过此次交易可全面、深入整合大智慧和湘财证券的业务资源，搭建真正以互联网为基础的业务平台。未来，各方将在此平台基础上进一步整合拓展相关资源，以分享互联网金融的巨大成长空间。公司通过此次交易可全面、深入整合大智慧和湘财证券的业务资源，搭建真正以互联网为基础的业务平台。未来，各方将在此平台基础上进一步整合拓展相关资源，以分享互联网金融的巨大成长空间。

公司土体储备充足，重组后启动互联网金融将有利整合公司旗下金融资产。公司项目储备权益建面达 1601 万平（土地成本较低廉），海涂开发储备 811 万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。**2014 年，公司计划实现结算额 90.73 亿元，同比增长 64.63%**。同时，公司参股金融企业（本次参股温州银行 13.96%股权有望分享温州金融改革红利）和投资矿产实现了多元化经营。**公司目前抢先试水房地产融资用于棚户区改造，一旦尝试成功将推升业绩同时带来债务结构改善**。我们预计公司 2014、2015 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 8.88 元（参与大智慧重组前公司的 RNAV 是 8.41 元）。截至 1 月 23 日，公司收盘于 8.37 元，对应 2014、2015 年 PE 分别为 46.47 倍和 32.10 倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 溢价 10% 作为目标价，对应 9.77 元，维持“增持”评级。

主要分析：

1. 公司参与大智慧重组。大智慧将直接和通过财汇科技间接持有湘财证券 100%股权，同时公司将直接和通过新潮控股间接参股大智慧 13.14%股份（大智慧第二大股东），同时大智慧定增募集 27 亿元资金补充湘财证券资本金。2015 年 1 月 23 日，公司公告称，公司及参股 48%的新潮控股拟与大智慧及其全资子公司上海大智慧财汇数据科技有限公司签署《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》。具体情况如下：大智慧、财汇科技拟通过向湘财证券股东非公开发行大智慧股份及支付现金的方式购买湘财证券 100%的股份，并募集配套资金 27 亿元。公司直接持有湘财证券 1.1 亿股，占 3.44%。公司参股 48%的新潮控股直接持有湘财证券 22.75 亿股，占 71.15%。财汇科技拟以 2.98 亿元购买新潮控股持有的湘财证券 1.12 亿股，占 3.5%。大智慧拟向新潮控股发行 9.50 亿股股份购买其持有的湘财证券 21.63 亿股，占 67.65%，大智慧拟向公司发行 4833.88 万股股份购买公司持有的湘财证券股份 1.1 亿股，占 3.44%。同样，湘财证券其他股东所持该公司的其余股份由大智慧以新增发行股份作为对价进行购买。与此同时，大智慧将通过定增 4.95 亿股募集不超过 27 亿元的配套资金用于向湘财证券增加资本金。

图 1 公司参与大智慧重组前后对湘财证券和大智慧的参股情况


资料来源：公司 2015.1.23 《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》、海通证券研究所

1) 尽管参加大智慧重组后公司失去对湘财证券控股权，但公司却成为整合后互联网金融重要标的大智慧第二大股东。根据中联资产评估集团有限公司出具的中联评报字[2014]第 1133 号《评估报告》，湘财证券 100%股份的评估价值为 85 亿元，对应的股价是 2.66 元/股，对应的 2014 年 PE 估值是 21.44 倍（假设 2014 年全年业绩是上半年的两倍）。

表 1 湘财证券的合理估值测算

序号	项目名称	测算
1	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价（亿元）	85.00
2	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价 85 亿元对应的股价（元/股）	2.66
3	湘财证券 2014 年上半年的 EPS（元/股）	0.062
4	假设湘财证券 2014 年的 EPS（元/股）	0.124=0.062*2
5	根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价 85 亿元对应的 2014 年 PE 估值（倍）	21.44

资料来源：公司 2015.1.23 《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》、海通证券研究所

下面我们根据 A 股主要互联网金融上市公司同花顺、东方财富、金证股份、御银股份、内蒙君正、西水股份估值情况，测算大智慧估值。截至 1 月 23 日，目前 A 股上市互联网金融公司 2014 年动态 PE 估值是 242.08 倍。而大智慧 2014 年前三季度的 EPS 是 0.044 元/股，按照 2014 年 EPS 测算的大智慧合理估值是 533.08 亿元（假设 2014 年业绩是前三季度的 4/3 倍，对应股价是 13.89 元/股）。根据公司直接和间接持有大智慧 13.14%股份测算，则公司占有大智慧 13.14%股份对应价值 70.05 亿元。根据《重组意向书》湘财证券 100%股份作价 85 亿元，公司参与大智慧重组前直接和间接持有湘财证券 37.59%股份，这部分价值对应 31.95 亿元，则扣除湘财证券后公司占有大智慧 13.14%股份对应价值增值是 38.10 亿元，即对应的股价增值是 0.47 元/股。

表 2 大智慧的合理估值测算

序号	项目名称	测算
1	A 股上市互联网金融公司的 2014 年平均 PE 估值（倍）	242.08
2	大智慧 2014 年前三季度的 EPS（元/股）	0.044
3	假设大智慧 2014 年的 EPS（元/股）	0.059=0.044*4/3
4	按 2014 年业绩测算的大智慧合理每股价格测算（元/股）	13.89
5	按 2014 年业绩测算的 100% 大智慧估值测算（亿元）	533.08
6	根据《重组意向书》公司直接和间接占有大智慧 13.14% 股份（%）	13.14
7	根据《重组意向书》公司占有大智慧 13.14% 股份对应价值（亿元）	70.05
8	根据《重组意向书》湘财证券 100% 股份作价（亿元）	85.00
9	参与大智慧重组前公司直接和间接持有湘财证券 37.59% 股份（%）	37.59
10	参与大智慧重组前公司持有湘财证券 37.59% 股份的价值（亿元）	31.95
11	扣除湘财证券后公司占有大智慧 13.14% 股份对应价值的增值部分（亿元）	38.10
12	根据《重组意向书》公司占有大智慧 13.14% 股份对应价值增量下的估值每股增值（元/股）	0.47

资料来源：公司 2015.1.23 《上海大智慧股份有限公司、上海大智慧财汇数据科技有限公司与湘财证券股份有限公司股东之发行股份及支付现金购买资产协议》、海通证券研究所

2) 未来有望通过互联网金融进一步整合公司旗下金融资产。

表 3 公司旗下参股金融子公司情况

参股公司	投资额（万元）	持股比例（%）
长城证券有限责任公司	7072.56	0.72
新潮期货有限公司	41650.00	91.67
盛京银行股份有限公司	34763.43	6.82
湘财证券股份有限公司	11000.00	3.44
温州银行股份有限公司	133000.00	13.96
阳光保险集团	189000.00	6.26
新潮控股有限公司	235812.75	48.00
上海钻石交易所	195.89	5.00
上海新潮瑞丰金融服务有限公司	5000.00	91.67

资料来源：公司 2013 年年报、海通证券研究所

公司通过此次交易可全面、深入整合大智慧和湘财证券的业务资源，搭建真正以互联网为基础的业务平台。未来，各方将在此平台基础上进一步整合拓展相关资源，以分享互联网金融的巨大成长空间。本次交易完成后，公司持有的湘财证券股份将全部转换为大智慧新增股份 4834 万股，对当期净利润影响额预计约为 18200 万元；新潮控股将持有大智慧新增股份 9.50 亿股，对公司当期净利润影响额预计约为 88800 万元。

2. 投资建议：公司土地储备充足，重组后启动互联网金融将有利整合公司旗下金融资产。公司项目储备权益建面达 1601 万平（土地成本较低廉），海涂开发储备 811 万平（属大型城镇化综合项目），土地储备量居于同类地产公司首位。**2014 年，公司计划实现结算额 90.73 亿元，同比增长 64.63%。**同时，公司参股金融企业（**本次参股温州银行 13.96% 股权有望分享温州金融改革红利**）和投资矿产实现了多元化经营。**公司目前抢先试水房地产融资用于棚户区改造，一旦尝试成功将推升业绩同时带来债务结构改善。**我们预计公司 2014、2015 年 EPS 分别是 0.18 和 0.26 元，对应 RNAV 是 8.88 元（参与大智慧重组前公司的 RNAV 是 8.41 元）。截至 1 月 23 日，公司收盘于 8.37 元，对应 2014、2015 年 PE 分别为 46.47 倍和 32.10 倍。考虑公司更大程度投入互联网金融平台建设，我们以 RNAV 溢价 10% 作为目标价，对应 9.77 元，维持“增持”评级。

3. 风险提示：行业面临加息和政策调控两大风险。

损益表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入	8140	6688	9909	9209	11110	15627
增长率 (%)	27.60	-17.83	48.15	-7.06	20.64	40.66
营业成本	5558	4865	6158	6975	5776	7369
营业成本/销售收入 (%)	68.27	72.73	62.14	75.74	51.99	47.16
毛利	2,583	1,824	3,751	2,234	5,334	8,257
毛利率 (%)	31.73	27.27	37.86	24.26	48.01	52.84
营业税金及附加	-460	-386	-218	-459	-1,333	-1,875
营业税金及附加/销售收入 (%)	5.66	5.76	2.20	4.98	12.00	12.00
营业费用	-190	-248	-256	-321	-889	-1,250
营业费用/销售收入 (%)	2.34	3.71	2.58	3.49	8.00	8.00
管理费用	-236	-261	-270	-308	-889	-1,250
管理费用/销售收入 (%)	2.90	3.90	2.72	3.34	8.00	8.00
息税前利润 (EBIT)	1,696	930	3,007	1,146	2,223	3,882
EBIT/销售收入 (%)	20.83	13.90	30.35	12.44	20.01	24.84
财务费用	-179	-288	-413	-614	-591	-887
财务费用/销售收入 (%)	2.20	4.31	4.17	6.66	5.32	5.68
资产减值损失	-40	19	-177	-144	8	0
公允价值变动收益	0	-2	0	1	51	0
投资收益	661	732	614	877	526	579
投资收益/税前利润 (%)	29.85	39.05	18.70	65.41	21.09	14.92
营业利润	2,137	1,391	3,032	1,267	2,217	3,574
营业利润率 (%)	26.25	20.79	30.60	13.75	19.96	22.87
营业外收支	76	484	252	74	278	305
税前利润	2,213	1,874	3,285	1,341	2,495	3,879
利润率 (%)	27.19	28.02	33.15	14.56	22.45	24.83
所得税	-479	-418	-950	-366	-748	-1,164
所得税率 (%)	21.64	22.30	28.93	27.30	30.00	30.00
净利润	1,734	1,456	2,334	975	1,746	2,716
少数股东损益	174	49	25	-9	299	621
归属于母公司的净利润	1,560	1,407	2,309	983	1,447	2,095
净利率 (%)	19.16	21.04	23.31	10.68	13.02	13.41

现金流量表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	1,734	1,456	2,334	975	1,746	2,716
少数股东损益	0	0	0	0	299	621
非现金支出	91	36	238	206	225	237
非经营收益	-451	-290	-248	-107	-109	-74
营运资金变动	-3780	-3752	-2441	-1935	-2562	-3686
经营活动现金净流	-2405	-2550	-116	-862	-400	-186
资本开支	34	472	185	50	162	204
投资	-583	-1,310	-75	-1,401	-894	-600
其他	193	382	130	-68	-623	-821
投资活动现金净流	-424	-1,401	-130	-1,520	-1,679	-1,625
股权募资	483	324	269	50	253	323
债权募资	3246	4202	4656	7891	6587	6800
其他	-900	-1954	-2559	-3419	-2727	-2610
筹资活动现金净流	2828	2572	2367	4522	4112	4513
现金净流量	-1	-1,379	2,121	2,141	2,033	2,701

资料来源: 公司2010-2013年年报、海通证券研究所

资产负债表(单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	6213	5121	7266	10050	14155	15392
应收款项	93	35	4311	3122	4272	4134
存货	13516	20282	23923	32385	32174	34414
其他流动资产	3034	2186	2504	2860	3389	4322
流动资产	22856	27625	38004	48416	49779	57262
流动资产/总资产 (%)	80.33	78.24	81.80	82.65	83.39	89.82
长期投资	4610	5988	6950	7148	5981	5981
固定资产	532	511	287	246	482	450
固定资产/总资产 (%)	1.87	1.45	0.62	0.42	0.81	0.71
无形资产	305	963	964	991	1220	925
非流动资产	5597	7683	8455	10163	9461	9134
非流动资产/总资产 (%)	19.67	21.76	18.20	17.35	15.85	14.33
资产总计	28,453	35,308	46,460	58,579	59,697	63,753
短期借款	3922	6860	10915	10710	11659	12459
应付款项	4589	4565	7450	10805	8641	8243
其他流动负债	3954	2587	3557	5261	4323	5261
流动负债	12568	14166	22149	27026	24623	25962
长期贷款	5136	7129	6853	13026	13024	13024
其他长期负债	1770	2662	3544	4362	4360	4360
负债	19,474	23,956	32,546	44,413	42,006	43,346
普通股股东权益	8,480	9,780	12,573	12,900	16,126	18,222
少数股东权益	499	1572	1340	1266	1565	2186
负债股东权益合计	28,453	35,308	46,460	58,579	59,697	63,753

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标(元)						
每股收益	0.30	0.23	0.37	0.16	0.18	0.26
每股净资产	1.65	1.57	2.01	2.06	2.01	2.27
每股经营现金净流	-0.47	-0.41	-0.01	-0.11	-0.05	-0.02
每股股利	0.23	0.00	0.06	0.06	0.00	0.00
回报率 (%)						
净资产收益率	18.40	14.39	18.37	7.62	8.97	11.50
总资产收益率	5.48	3.99	4.97	1.68	2.42	3.29
投入资本收益率	15.46	4.63	11.34	3.77	6.59	10.49
增长率 (%)						
营业总收入增长率	27.60	-17.83	48.15	-7.06	20.64	40.66
EBIT增长率	33.29	-45.18	223.51	-61.89	94.01	74.61
净利润增长率	35.63	-9.79	64.11	-57.43	47.17	44.78
总资产增长率	29.65	24.09	31.58	26.09	109.81	6.79
资产管理能力(天)						
应收账款周转天数	0	1	2	0	1	3
存货周转天数	779	1268	321	0	861	735
应付账款周转天数	105	151	91	0	130	99
固定资产周转天数	24	28	14	10	16	11
偿债能力 (%)						
净负债/股东权益	47.07	90.30	85.45	106.27	67.35	56.24
EBIT利息保障倍数(倍)	9.46	3.23	7.28	1.87	3.76	4.38
资产负债率	68.44	67.85	70.05	75.82	70.37	67.99

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、广宇发展（000537.SZ）、天房发展（600322.SH）、栖霞建设（600533）、张江高科（600895.SH）、陆家嘴（600663.SH）、浦东金桥（600639.SH）、南京高科（600064.SH）、苏州高新（600736.SH）、黑牡丹（600510.SH）、天津松江（600225.SH）和外高桥（600648.SH）。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	股票投资评级	买入 个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；	
	中性 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；	
	减持 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性 行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；	
	减持 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。